

## บทที่ 1

### บทนำ

#### 1.1 หลักการและเหตุผล

ภาวะเศรษฐกิจการเงินในช่วงที่ผ่านมามีความผันผวนอย่างมากตามสภาวะเศรษฐกิจและการเมืองของโลก ไม่ว่าจะเป็นความผันผวนของราคาน้ำมัน อัตราแลกเปลี่ยนของเงินสกุลต่าง ๆ อัตราดอกเบี้ย การเปลี่ยนแปลงของอัตราเงินเฟ้อ และภาวะความผันผวนจากตลาดหุ้นที่สำคัญ ๆ ของโลก การบริหารการเงินในสภาวะแวดล้อมที่ผันผวนนี้จะต้องเน้นถึงสภาพคล่องที่สูงขึ้น ความคล่องตัวที่สูงจะบ่งชี้ถึงโครงสร้างเงินทุนที่มั่นคง (มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช, 2548) ในการวิเคราะห์ความเสี่ยงทางการเงิน หรือโอกาสการล้มละลายของธุรกิจ ผู้วิเคราะห์ต้องตรวจสอบ โครงสร้างเงินทุนเพื่อให้ทราบว่าแหล่งเงินทุนที่นำมาใช้ในธุรกิจนั้นมีโครงสร้างเงินทุนที่มีองค์ประกอบอย่างไร (ดวงฉวี ชีมา, 2549) โครงสร้างเงินทุนนั้นเป็นโครงสร้างที่แสดงมูลค่าและสัดส่วนของเงินทุนระยะยาวของธุรกิจ ซึ่งประกอบด้วย เงินทุนที่ได้จากการก่อหนี้สินระยะยาวหุ้นกู้ รวมกับเงินทุนส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งได้แก่ หุ้นบุริมสิทธิ หุ้นสามัญ กำไรสะสมและสำรองต่างๆ (มหาวิทยาลัยสุโขทัยธรรมมาธิราช, 2549) โครงสร้างเงินทุนที่มีสัดส่วนของหนี้สินเป็นส่วนใหญ่จะมีผลต่อเสถียรภาพทางการเงิน โดยโครงสร้างเงินทุนที่เหมาะสมนั้นต้องมีต้นทุนที่ถูกลงที่สุด และสร้างความมั่งคั่งสูงสุดให้แก่ผู้ถือหุ้น (Maximize Shareholders' Wealth) ซึ่งข้อมูลของโครงสร้างเงินทุนนี้จะมาจากงบการเงินที่จัดทำตามมาตรฐานบัญชีที่รับรองทั่วไป (Generally Accepted Accounting Principles: GAAP)

ในช่วงหลายปีที่ผ่านมางบการเงินได้รับการวิจารณ์มาโดยตลอดว่าไม่ได้ให้สัญญาณเตือนภัยแต่อย่างใดต่อผู้ลงทุนและเจ้าหน้าที่ถึงผลการดำเนินงานและฐานะการเงินที่แท้จริงของธุรกิจ ซึ่งส่งผลให้การตัดสินใจลงทุนและการปล่อยสินเชื่อไปอย่างผิดพลาดและไม่ก่อให้เกิดมูลค่าเพิ่มทางเศรษฐกิจ การรายงานทางการเงินอย่างไม่ถูกต้องและไม่เที่ยงตรงส่วนหนึ่งมาจากปัญหาพื้นฐานของการวิวัฒนาการของโครงสร้างความเป็นเจ้าของกิจการ โดยที่เจ้าของเงินทุนอาจไม่สามารถเข้าไปตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหารได้อย่างสมบูรณ์ ทำให้รายงานทางการเงินไม่สามารถสะท้อนให้เห็นถึงผลการดำเนินงานและฐานะการเงินได้อย่างถูกต้องและน่าเชื่อถือ ความสัมพันธ์ระหว่างผู้บริหาร ผู้ถือหุ้น เจ้าหน้าที่ หน่วยราชการ จะเป็นไปในลักษณะที่แต่ละฝ่ายต่างมีแรงจูงใจในการที่จะตัดสินใจที่จะก่อให้เกิดผลประโยชน์แก่ตนเองด้วยกันทั้งสิ้น ความขัดแย้งกันในด้านผลประโยชน์ (Conflicts of Interests) อาจเกิดขึ้นเมื่อแต่ละฝ่ายดำเนินการเพื่อแสวงหาผลประโยชน์

ให้แก่ตนเอง กล่าวคือผู้ถือหุ้นเป็นผู้มอบหมายให้ผู้บริหารดำเนินการแทนตนการที่ผู้ถือหุ้นไม่สามารถล่วงรู้ข้อมูลการตัดสินใจของผู้บริหารย่อมทำให้เกิดต้นทุนจากการมอบอำนาจดำเนินการขึ้น (Agency Costs) ซึ่งประกอบด้วย ต้นทุนในการตรวจสอบผลการปฏิบัติงานของผู้บริหาร และต้นทุนในการจูงใจให้ผู้บริหารตัดสินใจดำเนินการที่ไม่ก่อให้เกิดความเสียหายแก่ผู้ถือหุ้น ถ้าผู้บริหารตัดสินใจทำในสิ่งที่ทำให้มูลค่าของกิจการลดลง ผู้ถือหุ้นก็ย่อมได้รับผลกระทบตามมา เช่น ผลกระทบในแง่ของราคาหุ้นของกิจการที่มีการปรับตัวลดลง ซึ่งจะก่อให้เกิดผลเสียต่อกิจการและเป็นปัญหาต่อการเพิ่มทุนในเวลาต่อมา (วรศักดิ์ ทุมมานนท์, 2543)

การกำกับดูแลกิจการ หรือ บรรษัทภิบาล (Corporate Governance) เป็นประเด็นสำคัญในตลาดทุนไทยปัจจุบัน หน่วยงานทั้งภาครัฐและภาคเอกชนต่างให้การสนับสนุนการพัฒนาสภาพแวดล้อมการกำกับดูแลกิจการในประเทศอย่างเต็มที่ ด้วยคาดหวังว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีจะทำให้ผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรม ในมุมมองของการลงทุนนั้นนักลงทุนคาดหวังว่าจะได้รับการปฏิบัติในฐานะผู้ถือหุ้นด้วยความโปร่งใส ยุติธรรม ตลอดจนได้รับข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุนได้ถูกต้อง ครบถ้วนและทันเวลา ดังนั้นหากบริษัทใดที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีก็จะเป็นบริษัทที่นักลงทุนให้ความสนใจลงทุนมากขึ้น นอกเหนือไปจากปัจจัยที่นักลงทุนใช้ในการตัดสินใจลงทุนในปัจจุบัน เช่น ข้อมูลทางการเงินและข้อมูลการดำเนินงานของบริษัท เป็นต้น (ไมตรี เอื้อจิตอนันตกุล, 2549)

โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ซึ่งสำรวจโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย เริ่มการสำรวจการกำกับดูแลกิจการขึ้นในปี 2544 และใช้ชื่อในครั้งแรกว่า Baselineing Corporate Governance Practices of Thai Listed Companies อันเนื่องมาจากวัตถุประสงค์ที่ต้องการใช้ผลจากการสำรวจโครงการเป็นพื้นฐานในการติดตามและวัดผลการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการในประเทศไทยเปรียบเทียบกับหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดีตามมาตรฐานสากล โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเป็นการสำรวจแนวปฏิบัติด้านการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอเปรียบเทียบกับมาตรฐานสากล รวมถึงวิเคราะห์จุดเด่นจุดด้อยในภาพรวม เพื่อให้หน่วยงานที่เกี่ยวข้องใช้เป็นแนวทางในการกำหนดนโยบาย และมาตรการในการพัฒนาการกำกับดูแลกิจการของบริษัทไทย ในขณะที่บริษัทจดทะเบียนก็สามารถนำผลการศึกษามาตามโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไปวิเคราะห์เปรียบเทียบกับแนวปฏิบัติของตนเอง เพื่อให้เกิดการพัฒนาปรับปรุงให้ดีขึ้นต่อไปได้ (การสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทย ระบบออนไลน์, 2551)

ในทางทฤษฎีแล้วการกำกับดูแลกิจการที่ดี สามารถช่วยลดความขัดแย้งของตัวการกับตัวแทนได้ โดยทฤษฎีตัวแทนได้แบ่งความขัดแย้งระหว่างตัวแทนได้ออกเป็นสองประเภท คือ ความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร และความขัดแย้งในผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ (Jensen and Meckling, 1976 อ้างถึงใน Cnigoj and Mramor, 2006) การกำกับดูแลกิจการที่ดีเกิดขึ้นเพื่อช่วยลดปัญหาความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ซึ่งมีสาเหตุมาจากแต่ละฝ่ายต้องการที่จะเพิ่มผลประโยชน์สูงสุดแก่ตนเอง แต่การลดกรรมสิทธิ์ความเป็นเจ้าของและอำนาจในการบริหารงานที่ไม่เหมาะสมของผู้บริหารจะทำได้โดยผู้ถือหุ้นจะกู้ยืมเงินจากแหล่งภายนอก เนื่องจากการกู้ยืมเงินนั้นจะต้องมีการจ่ายเงินสดออกไปเพื่อชำระเงินต้นและดอกเบี้ยตามกำหนดระยะเวลาที่ระบุไว้ในสัญญา ซึ่งเป็นปัจจัยที่จะลดกระแสเงินสดของกิจการลงทำให้ผู้บริหารไม่สามารถนำกระแสเงินสดส่วนที่เหลือจากการดำเนินงานไปใช้จ่ายในทางที่ไม่เหมาะสมได้ อีกทั้งการใช้เงินทุนจากหนี้สินยังมีความเสี่ยงของต้นทุนการล้มละลายทำให้ผู้บริหารต้องใช้ความระมัดระวังในการลงทุนในโครงการต่าง ๆ เนื่องจากหากบริษัทประสบกับการล้มละลาย ผู้บริหารจะสูญเสียชื่อเสียงและต้องแบกรับต้นทุนการล้มละลายด้วย ดังนั้นหนี้สินจากแหล่งภายนอกกิจการจึงเป็นเครื่องมือที่บังคับผู้บริหารทำงานให้มีคุณภาพมากขึ้น การใช้แหล่งเงินทุนที่มาจากหนี้สินนั้นจะเป็นการสร้างแรงจูงใจให้ผู้บริหารดำเนินงานในกิจกรรมที่สร้างมูลค่าเพิ่มให้แก่กิจการส่งผลให้มูลค่าหุ้นสูงสุด และช่วยลดความเสี่ยงในการล้มละลาย (Jensen and Meckling, 1976 อ้างถึงใน Cnigoj and Mramor, 2006)

ถึงแม้ว่ากิจการจะสามารถใช้การกู้เงินเข้ามาเพื่อให้เกิดการตรวจสอบกิจการมากขึ้น อันจะเป็นการลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้เป็นเจ้าของกับผู้บริหาร การกู้ยืมเงินในระดับที่สูงมากอาจทำได้ยาก เนื่องจากการกู้ยืมเงินทำให้เกิดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้ ซึ่งความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้เกิดจาก ผู้ถือหุ้นอาจมีแนวโน้มที่จะไปลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงที่สูง เนื่องจากโครงการความเสี่ยงสูงให้ผลตอบแทนสูงผู้ถือหุ้นจะได้รับผลตอบแทนในจำนวนที่สูงตามไปด้วย ซึ่งถ้าหากโครงการที่ผู้ถือหุ้นไปลงทุนแล้วไม่ประสบผลสำเร็จตามที่คาดหวังไว้ทำให้เจ้าหนี้ต้องแบกรับความเสี่ยงนี้ด้วย แต่ในขณะเดียวกันเจ้าหนี้ต้องการให้ผู้ถือหุ้นของกิจการลงทุนในโครงการที่มีความเสี่ยงต่ำ เพื่อให้เจ้าหนี้ได้รับผลตอบแทนตามที่ระบุไว้ในสัญญา (Jensen and Meckling, 1976 อ้างถึงใน Cnigoj and Mramor, 2006) ในกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการในระดับที่ต่ำ หรือมีความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารภายในกิจการ ทำให้เจ้าหนี้ไม่มีความเชื่อมั่นที่จะให้กู้ยืมเงินได้ในจำนวนที่สูง แต่ในกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่สูงนั้น เจ้าหนี้จะมีความเชื่อมั่นว่าจะไม่เกิดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหารภายในกิจการ ดังนั้นกิจการจึงมีความสามารถที่จะกู้ยืมเงินมาใช้ภายในกิจการได้เป็นจำนวนที่สูงกว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่ต่ำ ตามแนวคิดดังกล่าวจึงนำไปตั้งเป็น

สมมติฐานที่แสดงความสัมพันธ์ทางบวกระหว่างหนี้สินในกิจการกับปัญหาตัวแทนระหว่างผู้ถือหุ้นกับเจ้าหนี้

ดังที่กล่าวมาข้างต้นจะเห็นได้ว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีกับหนี้สินนั้นมีบทบาทที่คล้ายคลึงกัน คือช่วยลดความขัดแย้งระหว่างผู้ถือหุ้นและผู้บริหาร ในกิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่สูงนั้น เจ้าหนี้จะให้ความเชื่อมั่นที่จะให้กู้ยืมเงินในจำนวนที่มากกว่ากิจการที่มีการกำกับดูแลกิจการที่ดีในระดับที่ต่ำ และต้องการที่จะนำหนี้สินมาเพื่อใช้ควบคุมผู้บริหารในกิจการของตน โดยสรุปแล้วแนวกิจการลดความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ระหว่างผู้ถือหุ้นและเจ้าหนี้จึงมีความสัมพันธ์กับโครงสร้างเงินทุน ผู้ศึกษาจึงต้องการทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการเข้าร่วมโครงการบริษัทที่ดี โดยใช้กลุ่มตัวอย่างเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.2 วัตถุประสงค์

เพื่อศึกษาถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการเข้าร่วมโครงการบริษัทที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

## 1.3 ประโยชน์ที่จะได้รับ

เพื่อทราบถึงความสัมพันธ์ระหว่างโครงสร้างเงินทุนกับการเข้าร่วมโครงการบริษัทที่ดีของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และเพื่อให้นักลงทุนใช้เป็นข้อมูลในการตัดสินใจในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียน

## 1.4 นิยามศัพท์

**โครงสร้างเงินทุน (Capital Structure)** หมายถึง เงินทุนระยะยาวของธุรกิจซึ่งอาจมาจากภายในและภายนอก เพื่อนำมาขยายกิจการหรือใช้ในการดำเนินงาน โครงสร้างของเงินทุนประกอบด้วย หนี้สินระยะยาวและส่วนของผู้ถือหุ้น

**บริษัทภิบาล (Corporate Governance)** หมายถึง ระบบที่จัดให้มีกระบวนการและโครงสร้างของภาวะผู้นำ และการควบคุมของกิจการให้มีความรับผิดชอบตามที่ ด้วยความโปร่งใส และสร้างความสามารถในการแข่งขัน เพื่อรักษาเงินลงทุนและเพิ่มมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาวภายในกรอบการมีจริยธรรมที่ดี โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่นและสังคมโดยรวมประกอบ

**โครงการบริษัทภิบาลที่ดี** หมายถึง โครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทย ซึ่งทำการสำรวจโดยสมาคมส่งเสริมกรรมการบริษัทไทย (Thai Institute of Directors)

**บริษัทเข้าร่วมโครงการบรรษัทภิบาลที่ดี** หมายถึง บริษัทเข้าร่วมโครงการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย โดยได้รับการประกาศรายชื่อและได้คะแนนที่อยู่ในช่วงระดับ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” ในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน ประจำปี 2549 ซึ่งประกาศเผยแพร่ทางเว็บไซต์ของบรรษัทภิบาลแห่งชาติ โดยไม่รวมถึงบริษัทที่ได้คะแนนในช่วงดังกล่าวข้างต้นและแจ้งว่าไม่ประสงค์จะเปิดเผยผลการสำรวจการกำกับดูแลกิจการ

**รายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน 2549** หมายถึง รายงานที่นำเสนอผลจากโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนในปี 2548 ที่สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยได้จัดทำขึ้น โดยใช้ข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะอันเป็นแหล่งข้อมูลที่ผู้ลงทุนและผู้ถือหุ้นโดยทั่วไปจะสามารถเข้าถึงได้

**บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย** หมายถึง บริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยในปี พ.ศ. 2548 – 2550 ยกเว้น กลุ่มธนาคาร กองทุน เงินทุน และหลักทรัพย์ ประกันภัยและประกันชีวิต ตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ (Market Alternative Investment: MAI) และบริษัทจดทะเบียนที่แก้ไขการดำเนินงาน ไม่ได้ตามกำหนด (Non-Performing Group)

**องค์การเพื่อความร่วมมือทางเศรษฐกิจและการพัฒนา (Organization for Economic Co-operation and Development: OECD)** หมายถึง องค์การระหว่างประเทศของกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วที่ยอมรับระบอบประชาธิปไตยและเศรษฐกิจการค้าเสรี